

Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières

DÉCEMBRE 2013

Québec 

Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières

DÉCEMBRE 2013

Finances
et Économie

Québec 



Ce document est imprimé sur du papier entièrement recyclé, fabriqué au Québec, contenant 100 % de fibres postconsommation et produit sans chlore élémentaire.

Le générique masculin n'est utilisé que pour alléger le texte.

Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières

Dépôt légal – Bibliothèque et Archives nationales du Québec
Décembre 2013

ISBN 978-2-550-69416-8 (Imprimé)
ISBN 978-2-550-69344-4 (PDF)

© Gouvernement du Québec, 2013

*Monsieur Jacques Chagnon
Président de l'Assemblée nationale
Hôtel du Parlement
Québec (Québec) G1A 1A4*

Monsieur le Président,

Conformément à l'article 352 de la Loi sur les valeurs mobilières (RLRQ, chapitre V-1.1), j'ai l'honneur de déposer le présent Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma très haute considération.

Le ministre des Finances et de l'Économie,

N Marceau

*Nicolas Marceau
Québec, novembre 2013*

MOT DU MINISTRE

Le Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières concerne une loi d'une importance névralgique pour le secteur financier et l'économie du Québec. La Loi sur les valeurs mobilières vise à protéger les investisseurs québécois en leur garantissant l'accès à une information claire et complète à propos des investissements offerts, en régissant le comportement des participants aux marchés financiers et en réprimant la fraude. La confiance est un élément indispensable au bon fonctionnement des marchés financiers et de notre économie; les investissements visés par les dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières se chiffrent en dizaines de milliards de dollars.

Un secteur financier en constante évolution

La loi dans sa forme actuelle date de 1982. Étant donné l'importance toute particulière de l'encadrement des valeurs mobilières et la vitesse toujours croissante à laquelle les innovations technologiques permettent aux marchés financiers d'évoluer, la loi est mise à jour régulièrement et maintenue en tout temps à la fine pointe des meilleures pratiques internationales.

Afin de réduire le fardeau réglementaire des assujettis tout en préservant sa capacité à protéger efficacement le public, le Québec a, en collaboration avec les autres provinces et territoires, mis en place en 2008 un régime de reconnaissance mutuelle des décisions administratives en valeurs mobilières, qu'on appelle le régime de passeport. Seule l'Ontario ne participe toujours pas au régime.

Une compétence exclusive confirmée par la Cour suprême

Le Québec prend très à cœur ses responsabilités en matière d'encadrement des valeurs mobilières et considère comme tout à fait déplorable l'acharnement du gouvernement fédéral à vouloir se substituer aux provinces en la matière. Heureusement, la Cour suprême a rejeté la dernière tentative du gouvernement fédéral dans une décision rendue en décembre 2011. Le Québec travaille avec tous ses partenaires à l'amélioration de l'encadrement des valeurs mobilières, et est toujours prêt à collaborer avec le gouvernement fédéral dans le respect des compétences de chacun.

Recommandations

Le présent rapport vise à faire état de la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières, ainsi que de l'opportunité de la maintenir en vigueur ou de la modifier. Étant donné les modifications régulièrement apportées à la Loi sur les valeurs mobilières et les efforts d'harmonisation de la législation dans les provinces et territoires, notre réflexion n'a pas porté sur des modifications législatives en particulier. Les recommandations contenues dans ce rapport s'inscrivent dans la continuité; elles permettront de préserver et d'améliorer encore davantage l'excellente protection dont profitent les investisseurs québécois.

Le ministre des Finances et de l'Économie,

N Marceau

Nicolas Marceau

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	1
L'objet du présent rapport	1
CHAPITRE 1.....	3
LE CONTEXTE QUÉBÉCOIS AU DÉBUT DES ANNÉES 1980	3
CHAPITRE 2.....	5
L'ÉVOLUTION DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES DEPUIS 1993	5
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières (L.Q. 2001, chapitre 38)..	5
Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (L.Q. 2002, chapitre 45)	6
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2004, chapitre 37)	6
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2006, chapitre 50)	7
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2007, chapitre 15)	8
Loi modifiant la Loi sur l'Autorité des marchés financiers et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2008, chapitre 7)	8
Loi sur les instruments dérivés (L.Q. 2008, chapitre 24)	8
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2009, chapitre 25)	9
Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2011, chapitre 26).....	9
Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2013, chapitre 18).....	9
CHAPITRE 3.....	11
LE CONTEXTE CANADIEN ET L'HARMONISATION INTERPROVINCIALE DE L'ENCADREMENT DES VALEURS MOBILIÈRES	11

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE 4.....	15
LE DÉBAT CONSTITUTIONNEL.....	15
CHAPITRE 5.....	21
LES NOUVEAUX DÉFIS.....	21
Harmonisation	21
Épargne collective	22
Financement participatif.....	23
Transactions à haute fréquence.....	24
Autres enjeux.....	24
CONCLUSION.....	25
SOMMAIRE DES PROPOSITIONS.....	27

INTRODUCTION

La Loi sur les valeurs mobilières (RLRQ, chapitre V-1.1) et sa réglementation édiquent les règles régissant l'émission et la distribution de valeurs mobilières. Ces règles concernent donc l'appel public à l'épargne, l'information sur les valeurs en circulation, les offres publiques d'achat ou de rachat et les activités des courtiers et de leurs représentants.

C'est l'Autorité des marchés financiers (l'Autorité) qui est responsable de l'administration de la Loi sur les valeurs mobilières. Tout émetteur qui souhaite distribuer ses titres au Québec doit préalablement obtenir un visa de l'Autorité, de même que toute personne qui souhaite agir à titre d'intermédiaire doit s'inscrire auprès de l'Autorité.

L'objet du présent rapport

Le *Rapport sur l'application de la Loi sur les valeurs mobilières* vise à évaluer dans quelle mesure cette loi continue de répondre aux besoins du public et de l'industrie des valeurs mobilières et à proposer des améliorations au besoin.

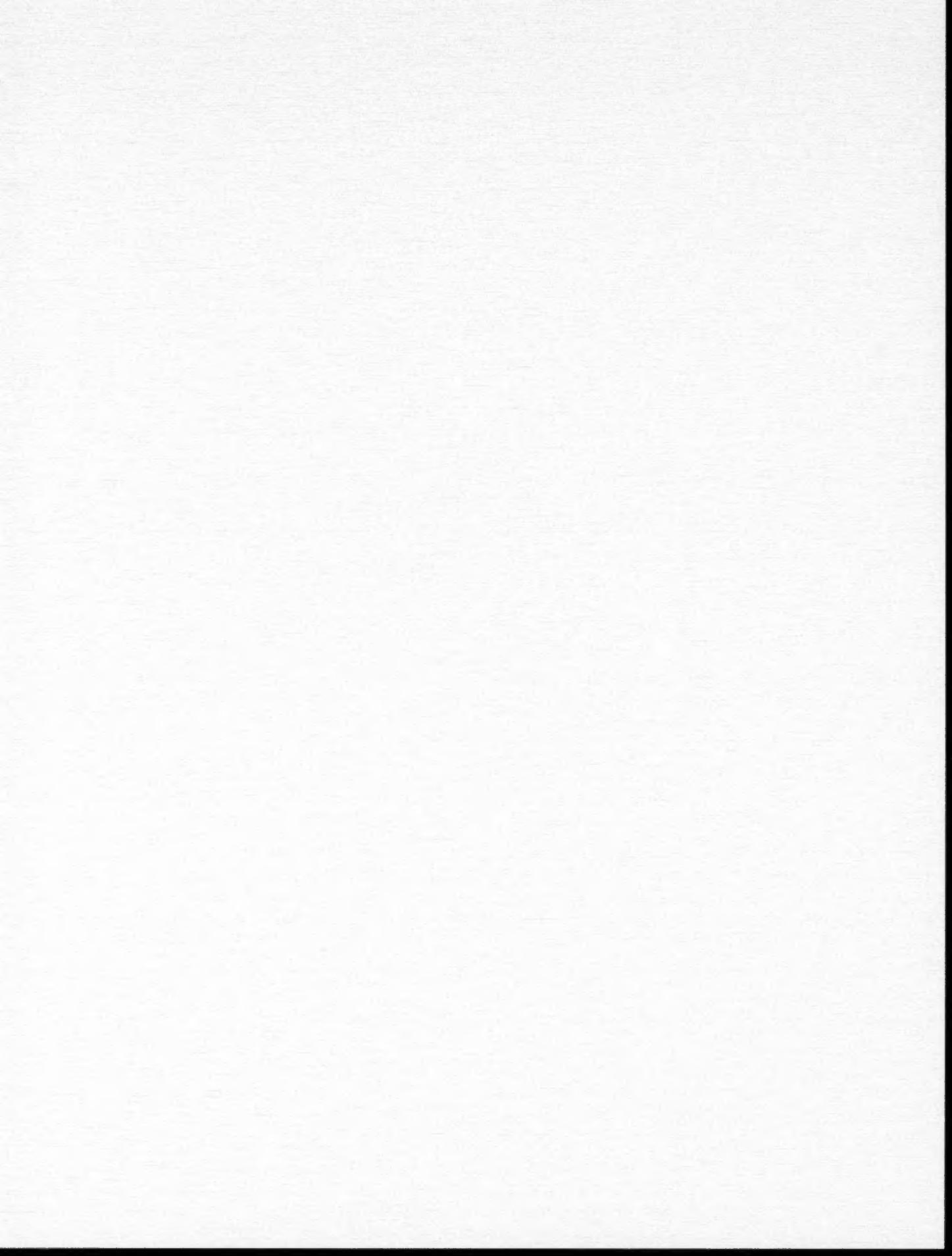
Le rapport compte cinq chapitres.

Les chapitres 1 et 2 traitent du contexte dans lequel la Loi sur les valeurs mobilières a été adoptée en 1982 et de la manière dont elle a évolué depuis la publication du dernier rapport d'application en 1993.

Le chapitre 3 décrit la situation canadienne et son effet sur la Loi sur les valeurs mobilières.

Le chapitre 4 relate le débat constitutionnel qui a suivi la plus récente initiative fédérale de se substituer aux provinces en matière d'encadrement des valeurs mobilières.

Finalement, le chapitre 5 s'intéresse aux nouveaux défis : la poursuite des travaux d'harmonisation interprovinciale, la réforme de l'encadrement de l'épargne collective, la montée en popularité du financement participatif et l'encadrement des transactions à haute fréquence entre autres.



CHAPITRE 1

LE CONTEXTE QUÉBÉCOIS AU DÉBUT DES ANNÉES 1980

À la fin des années 1970 est amorcée une révision en profondeur de la législation québécoise en valeurs mobilières, qui datait de 1955. Les travaux mèneront à l'adoption en décembre 1982 de la Loi sur les valeurs mobilières (LVM), dont les principes essentiels sont demeurés en place depuis lors. Considérée à l'époque comme l'une des plus innovatrices, la LVM concilie le droit civil avec le droit américain et la common law.

La LVM confie à la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ)¹ la mission de protéger les épargnants et de favoriser le bon fonctionnement du marché. La protection des épargnants constitue l'objectif fondamental de la LVM.

Après la réforme de 1982, nous trouvons dans la LVM un ensemble de régimes qui visent à encadrer le marché primaire et le marché secondaire des valeurs mobilières, ainsi que leurs acteurs. En ce qui concerne le marché primaire, la loi édicte des régimes d'appel public à l'épargne assortis de dispenses permettant de réaliser des placements privés. En ce qui concerne le marché secondaire, la loi établit un régime d'information continue qui s'applique à l'émetteur ayant fait un appel public à l'épargne (l'émetteur assujetti). Ce régime vise à ce que les investisseurs disposent d'informations complètes et à jour concernant les émetteurs, permettant de prendre des décisions d'investissement éclairées. En plus du régime d'information continue, la LVM encadre les offres publiques et les opérations d'initiés. La LVM comporte un régime de dispenses statutaires et discrétionnaires permettant d'alléger les régimes pour les émetteurs dans les cas où la protection des investisseurs ne justifie pas l'imposition de toutes les obligations édictées par la loi.

À l'occasion de la réforme, le régime d'encadrement des courtiers et des conseillers en valeurs mobilières est révisé en profondeur. L'obligation de s'inscrire auprès du régulateur et tout l'encadrement des activités qui en découle sont alors déterminés en fonction de l'approche fondée sur le « déclencheur d'activité », une innovation qui sera reprise en 2009 par l'ensemble des juridictions canadiennes lors de la réforme de l'inscription.

¹ La CVMQ a été remplacée depuis par l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier, devenue l'Autorité des marchés financiers.

La LVM régit aussi les organismes d'autoréglementation, lesquels exercent des fonctions d'encadrement de leurs membres. L'autoréglementation est un phénomène qui remonte à loin dans l'histoire du secteur des valeurs mobilières; les bourses, par exemple, qui exercent des fonctions d'encadrement de leurs participants, sont antérieures à la LVM.

La LVM habilite le régulateur en valeurs mobilières à déléguer l'administration d'un régime d'inscription. L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) s'est vu confier cette responsabilité.

Du côté de l'application de la législation, la réforme se traduit par la création de régimes de sanctions civiles, pénales et administratives étoffées.

CHAPITRE 2

L'ÉVOLUTION DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES DEPUIS 1993

Depuis le dernier rapport d'application de la loi, déposé à l'Assemblée nationale en décembre 1993, la Loi sur les valeurs mobilières (LVM) a été modifiée à de nombreuses reprises afin d'adapter son cadre juridique à l'évolution du contexte économique et financier, entre autres. Ces modifications ont eu lieu en novembre 2001 (L.Q. 2001, chapitre 38), en décembre 2002 (L.Q. 2002, chapitre 45), en décembre 2004 (L.Q. 2004, chapitre 37), en décembre 2006 (L.Q. 2006, chapitre 50), en novembre 2007 (L.Q. 2007, chapitre 15), en mai 2008 (L.Q. 2008, chapitre 7), en juin 2009 (L.Q. 2009, chapitre 25), en novembre 2011 (L.Q. 2011, chapitre 26) et en juin 2013 (L.Q. 2013, chapitre 18).

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières (L.Q. 2001, chapitre 38)

Les dispositions prévues au projet de loi n° 57, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières (L.Q. 2001, chapitre 38), sanctionnée le 1^{er} novembre 2001, visaient à doter la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) de nouveaux moyens d'intervention propres à assurer la protection des investisseurs devant l'émergence rapide de nouveaux produits financiers et de nouveaux types d'intervenants dans un contexte de mondialisation.

À cette fin, la loi a prévu l'établissement de régimes particuliers d'information, le dépôt ou la transmission de documents sur support électronique, et de nouvelles obligations d'inscription pour les promoteurs de systèmes électroniques de négociation et pour les personnes exerçant l'activité de courtier ou de conseiller en valeurs. Ce projet de loi a également prévu de nouvelles pénalités administratives et règles de conduite applicables aux personnes inscrites.

Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (L.Q. 2002, chapitre 45)

La réforme la plus importante du secteur financier québécois depuis le dernier rapport d'application de la LVM a été réalisée dans la foulée du rapport du Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, qui était arrivé à la conclusion que la structure d'encadrement du secteur financier était trop complexe, que le consommateur s'y retrouvait difficilement, que le fardeau administratif était excessif et que les assujettis s'en plaignaient. Après le dépôt du rapport du groupe de travail, le gouvernement a décidé de simplifier la structure d'encadrement du secteur financier afin de mieux protéger les intérêts des consommateurs, notamment par la création d'un guichet unique pour l'ensemble des produits et services financiers.

Le 11 décembre 2002 a donc été sanctionné le projet de loi n° 107, Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (L.Q. 2002, chapitre 45). La Loi a créé un organisme d'encadrement unique, l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (l'Agence), ayant pour mission d'administrer l'ensemble des lois régissant le secteur financier dans les domaines des assurances, des valeurs mobilières, des institutions de dépôts et de la distribution de produits et services financiers.

L'Agence a ainsi remplacé le Bureau des services financiers, la CVMQ, l'Inspecteur général des institutions financières et la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, et s'est vu confier la gestion du Fonds d'indemnisation des services financiers.

La Loi a établi un régime harmonisé du traitement des plaintes ainsi qu'un mécanisme de règlement des différends et a créé le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, qui deviendra plus tard le Bureau de décision et de révision, formé de membres nommés par le gouvernement pour exercer les pouvoirs de l'Agence, notamment quant à toute demande de sanction et de révision des décisions rendues en application de la LVM.

La Loi a également introduit de nouvelles dispositions dans la LVM afin de la rendre plus coercitive, en particulier en prévoyant des peines d'emprisonnement applicables à certaines infractions.

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2004, chapitre 37)

Le 17 décembre 2004 était sanctionné le projet de loi n° 72, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2004, chapitre 37). À cette occasion, l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier a pris le nom « Autorité des marchés financiers », et, dans la foulée de la signature du Protocole d'entente provincial-territorial sur la

réglementation des valeurs mobilières², la Loi est venue prévoir les premières dispositions nécessaires à la mise en place d'un processus de reconnaissance mutuelle entre le Québec et les autres provinces et territoires canadiens en matière de valeurs mobilières.

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2006, chapitre 50)

Le 14 décembre 2006, le projet de loi n° 29, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2006, chapitre 50), a ajouté de nouveaux instruments au processus de reconnaissance mutuelle afin de permettre un régime complet de coopération entre les provinces et les territoires canadiens en matière de valeurs mobilières. La Loi a prévu à cet effet des dispositions permettant de conclure des ententes avec les gouvernements ou les autorités en valeurs mobilières des autres provinces ou territoires concernant la délégation de pouvoirs, la reconnaissance mutuelle et l'intégration par renvoi. Elle a également prévu des dispositions permettant à l'Autorité d'utiliser ces mêmes outils par règlement, ou par décision ou ordonnance, dans un cadre réglementaire prédéterminé. Enfin, la Loi a permis à l'Autorité, au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières ou à un organisme d'autoréglementation reconnu de rendre une décision ou une ordonnance en se fondant sur une décision d'une autre autorité en valeurs mobilières canadienne.

La Loi a en outre prévu des modifications visant à assurer l'harmonisation de la législation du Québec avec celle des autres provinces et territoires canadiens en matière de valeurs mobilières. Des dispositions législatives relatives à l'appel public à l'épargne, à l'information continue, à l'émetteur assujetti, à l'initié et aux offres publiques d'achat ont été allégées ou remplacées par des pouvoirs réglementaires de manière à permettre l'introduction de règles uniformes nationales.

Cette loi a également modifié la LVM afin d'y introduire un nouveau régime d'encadrement pour la gestion des fonds d'investissement.

2 En 2004, toutes les provinces, à l'exception de l'Ontario, ont signé le Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières, qui visait l'établissement d'un régime de reconnaissance mutuelle (« passeport »), offrant un guichet unique d'accès aux marchés des capitaux des provinces et territoires participants, et l'adoption d'une législation hautement harmonisée et simplifiée des valeurs mobilières.

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2007, chapitre 15)

Le 9 novembre 2007 a été sanctionné le projet de loi n° 19, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2007, chapitre 15), qui améliore la protection dont bénéficient les investisseurs en créant un recours civil particulier pour le marché secondaire des valeurs mobilières. Le recours permet à un investisseur d'intenter une action en dommages-intérêts lorsqu'un émetteur publie une information fausse ou trompeuse ou ne divulgue pas un changement important. Il détermine le fardeau de preuve du demandeur et les personnes contre lesquelles ce recours peut être exercé.

Loi modifiant la Loi sur l'Autorité des marchés financiers et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2008, chapitre 7)

En 2008, le projet de loi n° 64, Loi modifiant la Loi sur l'Autorité des marchés financiers et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2008, chapitre 7), est venu modifier différentes lois régissant le secteur financier afin d'harmoniser les sanctions qui y sont prévues et de les rendre plus dissuasives. La Loi a également créé le Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance, dans lequel est versée entre autres une partie du produit des amendes imposées en vertu de dispositions aux lois du secteur financier. Le fonds est affecté au soutien de projets axés sur l'éducation et sur la protection des consommateurs de produits et services financiers ainsi que sur la promotion de la saine gouvernance dans le secteur financier. Afin d'améliorer la protection du public, la Loi donne également de nouveaux pouvoirs au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, en lui permettant de rendre des ordonnances pour corriger une situation, d'obliger les personnes en défaut à se conformer à la loi ou de les priver des gains réalisés à l'occasion de leur manquement.

Loi sur les instruments dérivés (L.Q. 2008, chapitre 24)

Étant donné la spécialisation de la Bourse de Montréal dans la négociation des instruments dérivés, leur encadrement législatif revêt une importance stratégique pour la place financière du Québec. Il doit rester à la fine pointe des plus récentes évolutions financières et technologiques et des meilleures pratiques législatives internationales. Dans ce but, les dispositions encadrant les instruments dérivés ont été retirées de la LVM en 2008 pour être plutôt incluses dans la Loi sur les instruments dérivés (RLRQ, chapitre I-14.01), une loi exclusivement consacrée à leur encadrement. Les défis entourant l'encadrement des instruments dérivés sont plus importants que jamais, mais ne relèvent plus de la LVM.

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2009, chapitre 25)

Toujours dans le contexte du processus d'harmonisation provincial-territorial de la législation et dans la foulée de l'implantation du passeport, le projet de loi n° 8, Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives (L.Q. 2009, chapitre 25), sanctionnée le 17 juin 2009, a transféré à la LVM l'encadrement des disciplines de l'épargne collective, des contrats d'investissement et des plans de bourses d'études, auparavant visées par la Loi sur la distribution de produits et services financiers (RLRQ, chapitre D-9.2), afin d'assurer l'harmonisation de la législation québécoise avec celle des autres provinces et territoires canadiens en matière d'inscription. L'encadrement déontologique de ces représentants continue cependant d'être assumé par la Chambre de la sécurité financière.

Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2011, chapitre 26)

Le projet de loi n° 7, Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2011, chapitre 26), sanctionnée le 30 novembre 2011, a modifié la LVM de manière à permettre à un initié d'effectuer une opération sur valeurs pour respecter une obligation contractuelle. Afin d'améliorer la protection des investisseurs, la Loi prévoit également de nouvelles infractions en cas de fraude sur les marchés de valeurs et en cas de transmission à l'Autorité de faux renseignements.

Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2013, chapitre 18)

Finalement, le projet de loi n° 31, Loi modifiant diverses dispositions concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2013, chapitre 18), a permis à l'Autorité de réglementer les produits titrisés et d'inspecter le Fonds canadien de protection des investisseurs. La Loi a également apporté des restrictions à la propriété et au contrôle des entités réglementées (par exemple les bourses et les chambres de compensation en valeurs mobilières) et des modifications nécessaires à la mise en place des recommandations du G20³ en matière de gestion du risque des infrastructures de marché.

³ Le Groupe des 20 (ou G20) est composé de 19 pays et de l'Union européenne dont les ministres des Finances et les chefs des banques centrales se réunissent régulièrement.

Une loi en constante évolution

On constate une propension importante à réglementer, au sein de la LVM, de plus en plus de participants au marché des valeurs mobilières, par exemple les agences de notation et le Fonds canadien de protection des investisseurs. Et il est question d'en réglementer de nouveaux : par exemple, à la suite des manipulations du London Interbank Offered Rate (LIBOR), des travaux ont été entrepris par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) afin d'établir des principes visant à réglementer les indices de référence. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont également procédé à une consultation sur la possibilité d'encadrer les agences de conseil en vote.

Somme toute, on peut affirmer que la LVM a bien répondu et répond toujours bien aux besoins de l'industrie et de la population. En effet, les modifications apportées à la loi au fil des années ont contribué non seulement à la maintenir à jour, mais aussi à assurer sa conformité aux principes de surveillance et de réglementation déterminés par les organismes et les associations internationaux qui établissent ces standards.

CHAPITRE 3

LE CONTEXTE CANADIEN ET L'HARMONISATION INTERPROVINCIALE DE L'ENCADREMENT DES VALEURS MOBILIÈRES

Des marchés des capitaux efficaces sont au cœur de l'activité économique. Ils sont essentiels à la formation du capital et au financement des projets. Pour relever le défi de la concurrence et de l'innovation, les entreprises doivent pouvoir compter sur un système financier capable de canaliser l'épargne de la manière la plus efficace possible.

Un marché fonctionnant à coût minimal est particulièrement important pour inciter les entreprises québécoises, canadiennes et étrangères à effectuer des opérations de financement au Québec.

Ces entreprises doivent pouvoir mobiliser des capitaux, autant à l'échelle provinciale et nationale qu'à l'échelle internationale, pour répondre aux besoins d'innovation qu'impose la concurrence. Si l'on veut s'assurer que nos entreprises profitent d'un actionnariat diversifié au Québec et au Canada, il faut donc leur réservier un accès rapide et à un coût minimal à nos marchés. Ainsi, bien que la réglementation en valeurs mobilières ait pour but essentiel de protéger le public investisseur, il est primordial de réduire les coûts qu'elle engendre pour les entreprises.

La coordination des activités de surveillance et l'harmonisation des règles à l'échelle canadienne sont essentielles au maintien d'un processus d'appel public à l'épargne efficient et efficace pour les grandes entreprises.

La collaboration entre les provinces à cet égard remonte aux toutes premières initiatives en encadrement des valeurs mobilières. Les provinces ont créé en 1937 les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), un forum provincial en matière d'encadrement des valeurs mobilières encore en activité aujourd'hui.

Les ACVM ont mis en œuvre en 1997 le Système électronique d'analyse et de recherche (SEDAR), qui est un système de dépôt électronique de documents, dans le but de réduire les coûts d'entreposage, de traitement et de recherche associés aux documents sur support papier et de faciliter l'accès à l'information pour les investisseurs. Un participant aux marchés financiers n'a à transférer ses documents sur support électronique au

SEDAR qu'une seule fois pour pouvoir les déposer auprès de n'importe quelle commission de valeurs mobilières par la suite⁴.

En 1999, afin de faciliter l'accès des émetteurs panganadiens aux marchés des capitaux de chacune des provinces, les ACVM ont signé un protocole d'entente pour établir un régime d'examen concerté des prospectus, en vertu duquel une autorité principale procède à l'examen des documents d'un émetteur pour l'ensemble des régulateurs canadiens.

En 2002, les ACVM ont signé le Protocole d'entente sur la surveillance des Bourses et des systèmes de cotation et de déclaration des opérations. Il régit les fonctions de surveillance des marchés organisés.

À partir de 2004, les travaux d'harmonisation se sont intensifiés lorsque toutes les provinces, à l'exception de l'Ontario, ont signé le Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières (Protocole d'entente), qui vise :

- l'établissement d'un régime de reconnaissance mutuelle, ou passeport, offrant un guichet unique d'accès aux marchés des capitaux des provinces et territoires participants;
- l'adoption d'une législation hautement harmonisée et simplifiée des valeurs mobilières;
- la création du Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières (Conseil);
- l'examen de la structure des droits dans le contexte du régime de passeport;
- l'examen des options relatives à la poursuite de la réforme.

Le Conseil a pour rôle d'approuver les stratégies et les plans d'action afin d'atteindre les objectifs du Protocole d'entente.

Le Conseil oriente et supervise l'élaboration de lois hautement harmonisées régissant les valeurs mobilières et évalue leur efficacité, surveille et révise le cadre réglementaire des valeurs mobilières, établit les priorités des organismes de réglementation ainsi que des échéanciers précis, discute des grands enjeux en matière de politique, s'assure que les principales questions internationales sont traitées, et finalement, révise et au besoin modifie le Protocole d'entente.

⁴ Similairement, les ACVM ont mis en place le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) en 2001 pour permettre le dépôt sur support électronique des déclarations d'initiés, et la Base de données nationale d'inscription (BDNI) en 2003 pour celui des documents des courtiers et conseillers en valeurs mobilières.

Le passeport a été déployé en 2008. En vertu de celui-ci, les décisions prises par une juridiction participante prennent automatiquement effet dans les autres juridictions. À ses débuts, le passeport ne couvrait que les règles applicables aux émetteurs portant sur les prospectus, les obligations d'information continue et les dispenses s'y rapportant. Son application a été étendue en 2009 au régime d'inscription et d'encadrement des courtiers et de leurs représentants.

Le passeport a éliminé les derniers irritants possiblement associés à un système multijuridictionnel pour les émetteurs et courtiers panaudiens.

Le passeport regroupe toutes les provinces sauf l'Ontario, qui a néanmoins été partie prenante aux travaux d'harmonisation législative et réglementaire.

Les juridictions participantes reconnaissent toutefois automatiquement les décisions de l'Ontario, ce qui fait que les émetteurs et les courtiers ontariens qui n'obtiennent une décision qu'en Ontario profitent du passeport et ont accès aux marchés de l'ensemble du Canada. La réciproque n'est pas accordée par l'Ontario aux émetteurs et aux courtiers issus des autres provinces et territoires, qui doivent obtenir d'abord une décision dans leur province ou territoire, puis une autre en Ontario s'ils veulent accéder aux marchés de l'ensemble du Canada. La décision ontarienne est généralement prise dans les jours suivants la première.

En pratique, le Canada bénéficie d'un régime national d'encadrement des valeurs mobilières administré par les provinces.

L'harmonisation est souhaitable, parce qu'elle permet des gains d'efficacité pour les émetteurs et les courtiers panaudiens, mais elle n'est pas forcément sans coût, étant donné l'hétérogénéité des participants aux marchés financiers. Une règle favorable à un grand émetteur ou à un courtier panaudien n'est pas toujours optimale pour un plus petit participant agissant localement, et les grands travaux d'harmonisation des dernières années ont pu démontrer cette réalité.

Les nombreuses initiatives fédérales visant à réglementer les valeurs mobilières à la place des provinces ont amené les provinces et territoires à donner un poids peut-être exagéré aux besoins des grands joueurs panaudiens, et ce, au détriment des joueurs plus régionaux. Étant donné les immenses progrès en matière d'harmonisation qui ont déjà eu lieu, et la décision de la Cour suprême⁵ qui a confirmé la compétence des provinces en matière de réglementation des valeurs mobilières, il y aurait peut-être lieu à l'avenir de procéder à des analyses coûts-avantages plus rigoureuses des propositions d'harmonisation et d'envisager plus libéralement l'adoption de règles locales équivalentes, mais pas forcément harmonisées, à celles des

⁵ Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, Jugement de la Cour suprême – 2011 CSC 66, (2011) 3 R.C.S. 837.

autres provinces, si la protection des consommateurs québécois ou les intérêts de nos participants locaux le justifient.

PROPOSITION 1

- Il est proposé de continuer les travaux d'harmonisation de l'encadrement des valeurs mobilières avec les autres provinces dans le cadre des travaux du Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières, sans pour autant perdre de vue les besoins des participants locaux qui peuvent être régis par des règles équivalentes, mais adaptées à leurs besoins lorsque nécessaire.

CHAPITRE 4

LE DÉBAT CONSTITUTIONNEL

L'encadrement des valeurs mobilières au Canada a toujours été assumé par les provinces en vertu de leur responsabilité en matière de « propriété et droit civil ».

Avant la Confédération de 1867, il existait déjà un important marché pour les valeurs mobilières au Canada, et un marché international des valeurs mobilières en lien avec Londres. Des actions s'échangeaient dès 1832 à Montréal au Exchange Coffee House. La Bourse de Montréal a été officiellement créée en 1872.

À cette époque, les activités des courtiers et la distribution des valeurs mobilières n'étaient pas encadrées. Seule la structure juridique du capital-actions était régie par des lois d'incorporation d'intérêts privés, et par la suite, par des lois générales sur les compagnies.

Dans les années 1920, les provinces ont adopté des lois sur les valeurs mobilières afin de protéger leurs citoyens contre les comportements frauduleux. Ceci favorisait la confiance du public dans les valeurs mobilières, ce qui stimulait du même coup l'investissement et le bon fonctionnement de l'économie. La protection du public est encore aujourd'hui l'objectif essentiel de la réglementation des valeurs mobilières. Tout l'encadrement, y compris celui qui vise à favoriser le bon fonctionnement des marchés, s'appuie sur cet objectif.

Dès cette époque, le gouvernement fédéral prétendait se substituer aux provinces en matière de réglementation des valeurs mobilières. À partir de 1935 et jusqu'à aujourd'hui, il va multiplier les recommandations et initiatives visant à accaparer la responsabilité de l'encadrement des valeurs mobilières au Canada. Parallèlement, les gouvernements qui se sont succédé au Québec ont défendu avec détermination la compétence du Québec en matière de valeurs mobilières. L'Assemblée nationale a adopté unanimement en 1996, 2004, 2007, 2009, 2010 et encore récemment en 2013, des motions enjoignant au gouvernement fédéral de cesser de tenter d'empiéter sur la compétence des provinces en valeurs mobilières.

L'initiative visant à mettre en place un régulateur fédéral des valeurs mobilières lancée par le ministre Flaherty en 2007 a été de loin la plus sérieuse. Devant l'intention du gouvernement fédéral d'adopter une loi dont les fondements juridiques paraissaient très fragiles, et qui risquait d'être invalidée à la première occasion, le Québec et l'Alberta ont procédé à des

renvois auprès de leur cour d'appel, qui ont statué que le projet fédéral n'était pas constitutionnellement valide.

Le gouvernement fédéral a soumis un renvoi à la Cour suprême du Canada, à l'occasion duquel le Québec, la Colombie-Britannique, l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba et le Nouveau-Brunswick ont fait valoir que le projet fédéral n'était pas constitutionnel. La Nouvelle-Écosse, Terre-Neuve-et-Labrador et l'Île-du-Prince-Édouard ne sont pas intervenues. Seule l'Ontario s'est rangée du côté fédéral.

Le 22 décembre 2011, la Cour suprême a rendu un jugement unanime déclarant inconstitutionnels les fondements de l'avant-projet de loi fédéral visant à réglementer les valeurs mobilières. La Cour confirmait ainsi une nouvelle fois la compétence des provinces pour réglementer les activités en valeurs mobilières :

« À la lumière du dossier qui nous a été présenté, nous concluons [...] que la réglementation courante des valeurs mobilières dans les provinces, qui constitue le caractère véritable de la *Loi*, demeure essentiellement une question intéressant la propriété et les droits civils dans les provinces et est donc une matière provinciale⁶. »

Malgré la décision de la Cour, le gouvernement fédéral n'a toujours pas abandonné sa volonté de réglementer les valeurs mobilières et de s'immiscer dans un domaine de compétence que la Cour suprême lui a elle-même fermé. Il a d'abord prolongé jusqu'en juillet 2013 le mandat de son Bureau de transition vers un encadrement des valeurs mobilières, pour en faire ensuite un organisme permanent.

Le 19 septembre 2013, les ministres des Finances du Canada, de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont annoncé la conclusion d'une entente de principe visant à mettre en place, d'ici 2015, un « Organisme coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux », qui appliquerait des lois identiques en valeurs mobilières pour les provinces participantes, ainsi que des dispositions fédérales portant sur le droit criminel, le risque systémique et la collecte d'information pour l'ensemble du Canada.

Un premier constat à l'égard de cette entente de principe est qu'elle donne au ministre fédéral un rôle important à l'égard de la réglementation des activités au jour le jour de l'industrie des valeurs mobilières. Cela est difficilement conciliable avec la conclusion de la Cour suprême selon laquelle il s'agit là d'un pouvoir exclusif des provinces.

⁶ *Ibid.*

On peut également s'interroger sur la pertinence de confier à un même organisme la responsabilité d'appliquer une loi ayant pour objet de protéger les investisseurs et une autre sur le droit criminel. Rappelons seulement que, présentement, un organisme chargé de protéger les investisseurs devrait mettre fin à des activités répréhensibles aussitôt qu'il en prendrait connaissance afin de réduire les pertes pour les investisseurs, tandis qu'un organisme chargé d'appliquer le droit criminel va plutôt, avant de mettre fin aux activités d'un criminel, attendre d'accumuler suffisamment de preuves pour le faire condamner.

Le gouvernement fédéral semble vouloir faire du jugement de la Cour suprême une lecture erronée, qui l'amène à tenter d'outrepasser ses pouvoirs constitutionnels pour faire indirectement ce qu'il ne peut pas faire directement. La manœuvre ne pourra se traduire que par un nouveau recours devant les tribunaux.

Également, dans un effort pour clarifier la manière de distinguer le type de réglementation qui pourrait relever du Parlement du Canada en vertu de son pouvoir sur le commerce en général, la Cour a indiqué la possibilité que des mesures visant à gérer le « risque systémique » relèvent de ce pouvoir :

« Certains éléments de la *Loi* concernant des matières d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble et distinctes des enjeux provinciaux, comme la prévention des risques systémiques et la collecte de données nationale, semblent liés au pouvoir général en matière de trafic et de commerce⁷. »

Plusieurs ont vu là une ouverture pour l'établissement par le gouvernement fédéral d'une législation en valeurs mobilières axée sur le risque systémique. Mais qu'en est-il de la gestion du risque systémique? Peut-elle réellement donner naissance à une loi sur les valeurs mobilières « complémentaire » aux lois provinciales, qui pourrait même inclure un encadrement complet des produits dérivés?

Les risques systémiques, selon la définition retenue par la Cour suprême, sont les risques qui entraînent un « effet domino », où le risque de défaillance d'un participant du marché nuit à la faculté des autres de s'acquitter de leurs obligations juridiques et provoque une série de chocs économiques néfastes qui se répercutent dans l'ensemble d'un système financier.

L'atténuation des risques systémiques relève de préoccupations liées à la solvabilité des institutions financières, ce qui ne pose pas de problème particulier au Canada, où l'on ne trouve pas un secteur financier non réglementé (*shadow banking*) très développé.

⁷ Idem.

Comme on l'a vu, la réglementation des valeurs mobilières et des marchés publics des capitaux prend la forme d'obligations de formation, de compétence et de comportement pour les intermédiaires (courtiers), ainsi que d'obligations d'information relativement aux titres rendus disponibles à la vente auprès du public. On y trouve également des obligations imposées aux organismes engagés dans les marchés des capitaux publics, telles les bourses et les chambres de compensation. Ces obligations ont essentiellement pour but que ces organisations soient en mesure de survivre à la faillite ou aux difficultés que vivent leurs participants. Il est à noter, relativement à ce dernier point, que la Banque du Canada s'est vu confier en 1996 un pouvoir d'intervention auprès de telles entités pour éviter qu'elles ne propagent à d'autres participants les problèmes d'un participant⁸.

Ainsi, ce n'est pas comment sont réglementés les valeurs mobilières ou les instruments dérivés transigés par les institutions financières qui importe en matière de contrôle du risque systémique, mais bien comment sont régies les activités des banques à l'égard de ces produits. Bien sûr, les institutions financières, en tant qu'investisseurs, vont bénéficier de la divulgation qui est faite au sujet des produits financiers; par contre, c'est l'usage qu'elles en font qui aura un effet bénéfique ou néfaste sur leur situation financière.

L'utilisation qui est faite des instruments financiers, la quantité qui en est achetée et le nombre de transactions réalisées ne relèvent pas de l'encadrement des valeurs mobilières ni de l'encadrement des instruments dérivés, mais bien de l'encadrement de ces institutions. C'est le régulateur bancaire qui impose des contraintes sur les produits financiers qu'une banque peut se procurer. Il est donc illogique de prétendre, comme le gouvernement fédéral l'a fait, que son rôle éventuel en matière de gestion du risque systémique lui permet de réglementer les produits dérivés à la place des provinces.

En réalité, tout bien ou produit qui sous-tend une partie importante du bilan des institutions financières peut menacer la stabilité du secteur financier et constituer ainsi un risque systémique. Par exemple, la principale menace à la stabilité du secteur financier canadien, présentement, est la possibilité d'un effondrement du marché immobilier. Le niveau d'endettement élevé des ménages, combiné à un rehaussement des taux d'intérêt, pose également un risque élevé.

Ainsi, une législation qui viserait à régir le risque systémique autrement que par la réglementation des institutions financières elles-mêmes devrait permettre aux autorités de contrôler les marchés de tous les biens et produits pouvant mettre en péril la stabilité du système financier canadien. Sauf dans une économie entièrement contrôlée, ce n'est évidemment pas possible. La véritable solution réside dans la réglementation des activités des institutions financières qui doivent, en vertu de cette réglementation, suivre des pratiques

⁸ Loi sur la compensation et le règlement des paiements (L.C. 1996, chapitre 6).

de gestion qui limiteront les effets de l'effondrement de la valeur de différents actifs. Le Bureau du surintendant des institutions financières a d'ailleurs imposé récemment de toutes nouvelles lignes directrices applicables aux institutions financières à charte fédérale en matière de prêts hypothécaires, celles-ci visent justement à limiter les effets potentiels d'un écroulement du marché immobilier.

Bref, l'atténuation du risque systémique impliquerait la réglementation de plusieurs activités. Une réglementation qui viserait particulièrement l'industrie des valeurs mobilières ou des produits dérivés, au-delà des responsabilités qui incombent déjà à la Banque du Canada en la matière, ne serait qu'un nouveau subterfuge du gouvernement fédéral pour s'immiscer dans les champs de compétence des provinces.

Jusqu'à présent, le projet fédéral a accaparé beaucoup de ressources qui auraient pu être mises à contribution de façon plus utile. Il serait temps de passer à autre chose.

Le Québec souhaite toujours travailler avec tous ses partenaires, y compris le gouvernement fédéral, à améliorer l'encadrement du secteur financier dans le respect des compétences de chacun, de la manière précisée par la Cour suprême dans son renvoi sur les valeurs mobilières.

PROPOSITION 2

- Il est proposé de réaffirmer par tous les moyens appropriés la compétence du Québec relativement au secteur des valeurs mobilières, et sa volonté de travailler avec tous ses partenaires, y compris le gouvernement fédéral, à l'amélioration de l'encadrement du secteur financier dans le respect des compétences de chacun.

PROPOSITION 3

- Le commentaire de la Cour suprême concernant un rôle pour le gouvernement fédéral en matière de gestion du risque systémique ne peut pas servir de justification à une intervention du gouvernement fédéral dans l'encadrement au jour le jour des valeurs mobilières au Canada. Il est proposé qu'à l'occasion du dépôt du projet de loi fédéral annoncé visant à régir les valeurs mobilières, la Cour d'appel du Québec soit saisie d'un renvoi pour se prononcer sur sa validité.

CHAPITRE 5

LES NOUVEAUX DÉFIS

Harmonisation

L'harmonisation est certainement le plus grand défi pour le Québec en matière d'encadrement des valeurs mobilières. Cette tendance est omniprésente : tant au niveau national, avec les travaux des provinces qui se sont intensifiés ces dernières années, qu'au niveau international, avec les travaux des divers organismes internationaux tels le G20, le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économiques et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

L'encadrement des valeurs mobilières par les provinces canadiennes est par ailleurs substantiellement conforme aux buts et principes de la surveillance et de la réglementation des marchés financiers de l'OICV, d'après l'évaluation d'organismes indépendants⁹.

Il ne faut pas perdre de vue qu'une grande partie de la nouvelle réglementation développée sur la scène internationale répond à des problèmes qui n'ont pas la même ampleur au Canada et encore moins au Québec. Il ne faut pas perdre de vue non plus que ces changements réglementaires sont souvent adaptés à des industries et à des systèmes d'encadrement complètement différents de ceux du Québec.

Un autre phénomène est la propension des organismes de réglementation à consacrer beaucoup de temps et de ressources à concevoir de nouvelles réglementations. Notre régime d'encadrement est menacé par la surréglementation si aucun mécanisme n'assure l'abandon des règles désuètes.

⁹ Le dernier rapport du FMI sur le Canada, publié dans le contexte de son Programme d'évaluation du secteur financier, arrivait à la conclusion que la réglementation des valeurs mobilières au Canada était substantiellement conforme aux principes de l'OICV. FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Canada : Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of the Level of Implementation of the IOSCO Principles and Objectives of Securities Regulation – IMF Country Report 08/61*, février 2008, 49 p.

Le Québec s'est efforcé d'harmoniser sa réglementation à celle des autres provinces canadiennes afin de simplifier le travail de conformité des acteurs pancanadiens sur les marchés de valeurs mobilières, et s'est inspiré grandement des meilleures pratiques internationales. Toutefois, les compagnies publiques au Québec sont typiquement beaucoup plus petites qu'en Ontario, où se trouvent les très grosses entreprises canadiennes, y compris la plupart de celles qui sont intercotées sur des marchés américains ou ailleurs dans le monde. Continuer à adopter par souci d'harmonisation une réglementation des valeurs mobilières conçue pour les très grandes entreprises publiques pourrait s'avérer contre-productif au Québec, étant donné les coûts de conformité importants qui y sont associés et qui touchent de manière disproportionnée les plus petites entreprises.

En effet, à coûts fixes équivalents, les petits émetteurs sont plus frappés que les plus gros, la petite taille des entreprises publiques québécoises nécessitant que les coûts directs de la réglementation soient réduits. Même s'il n'y a aucune raison de croire que les coûts directs de la réglementation soient plus importants au Québec qu'ailleurs dans le monde, il reste primordial que ces coûts soient réduits au minimum, de façon à permettre aux entreprises de se financer et à l'industrie d'être la plus efficace possible, afin que les Québécois soient en mesure de faire face à la concurrence non seulement dans l'espace économique canadien, mais également au plan international. Le fait que la réglementation des valeurs mobilières est impossible sans coût ne doit jamais être perdu de vue.

Épargne collective

À l'égard du système de passeport en valeurs mobilières, seul le secteur de l'épargne collective n'est pas encore complètement harmonisé au Québec avec le reste du Canada. L'existence d'un modèle d'encadrement différent au Québec complique l'harmonisation des règles applicables aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants. Au Québec, l'encadrement est basé essentiellement sur le représentant, dans un environnement juridique semblable à celui des ordres professionnels, alors que dans le reste du Canada, l'encadrement est basé sur le cabinet, qui est régi et surveillé par un organisme d'autoréglementation (OAR). L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) est l'OAR reconnu dans les autres provinces canadiennes pour encadrer le secteur de l'épargne collective. L'Autorité a procédé à trois consultations sur le sujet : en 2007, en 2010 et en 2012.

La question de l'épargne collective sera abordée dans le rapport d'application de la Loi sur la distribution de produits et services financiers. Des propositions de modifications législatives devraient découler de ce processus.

Financement participatif

Les petites et moyennes entreprises (PME) jouent un rôle important dans l'économie du Québec en contribuant à la création d'emplois et à la croissance économique. L'accès au financement est crucial pour qu'elles se développent, mais les PME n'ont pas le même accès que les grosses entreprises aux marchés des capitaux.

Dans le but de faciliter la levée de capitaux pour les PME, une nouvelle avenue actuellement considérée aux États-Unis est celle du financement participatif (*crowdfunding*), un mode de financement où un grand nombre de petits investisseurs contribuent par de petites sommes au capital d'une petite entreprise, généralement sur Internet ou par des réseaux sociaux. Le 5 avril 2012, le président américain Barack Obama a promulgué le Jumpstart Our Business Startups Act, visant à favoriser la création d'emplois et la croissance économique en améliorant l'accès des entreprises en démarrage ou en développement aux marchés des capitaux. Cette loi prévoit notamment la possibilité pour une entreprise d'offrir et de vendre des titres par voie de financement participatif en capital, et établit certaines balises applicables à ce type de financement. La Securities and Exchange Commission doit toutefois adopter la réglementation permettant la mise en œuvre du financement participatif en capital. La première phase des modifications réglementaires y afférentes est entrée en vigueur en septembre 2013.

Le Royaume-Uni et les États membres de l'Union européenne n'ont pas adopté de législation en matière de financement participatif. Dans ces pays, ce type de financement doit être effectué en conformité avec les dispositions applicables de la réglementation sur les valeurs mobilières.

En Australie, l'Australian Securities & Investments Commission a publié un avis donnant des directives aux intermédiaires dirigeant des plateformes de financement participatif en capital dans le but de clarifier quelles activités peuvent être assujetties à la réglementation sur les valeurs mobilières.

En Ontario, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a publié le 14 décembre 2012 un document de consultation sollicitant des commentaires des participants de leur marché sur l'opportunité d'introduire en Ontario de nouvelles dispenses de prospectus, y compris un régime encadrant le financement participatif en capital.

Au Québec, le régime actuel de dispenses de prospectus (établi par l'Autorité dans son Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription, adopté en vertu de la LVM) offre une série de possibilités pour les PME d'obtenir du financement sans devoir préparer et remettre de prospectus aux investisseurs.

Étant donné la popularité croissante du financement participatif en capital aux États-Unis, et en particulier celle des consultations en Ontario, il conviendra de suivre de près la situation afin de juger si cette nouvelle approche pourrait effectivement améliorer les possibilités de financement pour les PME au Québec tout en protégeant adéquatement le public.

Transactions à haute fréquence

Les technologies de l'information utilisées sur les marchés financiers évoluent à un rythme toujours plus rapide, ce qui donne lieu à de nouveaux défis tant pour les participants que pour les législateurs. Le perfectionnement récent et la généralisation croissante des stratégies de transactions à haute fréquence (*high frequency trading*) sur les marchés financiers représentent l'un de ces défis. Les stratégies de transactions à haute fréquence consistent en des algorithmes informatiques réalisant des opérations d'arbitrage à très grande vitesse sur un très grand volume de titres. Le recours à ces stratégies fait peser de nouveaux risques encore mal compris sur la stabilité des marchés financiers et devra donc faire l'objet d'une attention toute particulière au cours des prochaines années.

Autres enjeux

D'autres enjeux émergents auront à être considérés au cours des prochaines années, notamment l'encadrement éventuel des agences de conseil en vote, la révision de l'encadrement des prises de contrôle des sociétés québécoises à la suite du rapport du comité chargé par le gouvernement de se pencher sur la question, la mise en œuvre des principes et recommandations contenus dans les *Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers* publiés par l'OICV et la Banque des règlements internationaux en 2012 et l'encadrement éventuel des indicateurs de marché et indices de référence, dans la foulée du scandale de la manipulation du LIBOR.

CONCLUSION

Le présent rapport ne contient aucune proposition en particulier de modification législative à la Loi sur les valeurs mobilières. Les propositions qu'il contient sont générales. Elles visent à améliorer la protection dont profitent les investisseurs québécois, qui est déjà parmi les meilleures au monde, dans un contexte où la Loi sur les valeurs mobilières est très efficace, fait l'objet d'une attention toute particulière et est régulièrement modifiée pour qu'elle continue à refléter les meilleures pratiques internationales et à se conformer aux buts et principes de la surveillance et de la réglementation des marchés de l'OICV.

SOMMAIRE DES PROPOSITIONS

Le contexte canadien et l'harmonisation interprovinciale de l'encadrement des valeurs mobilières

PROPOSITION 1

- Il est proposé de continuer les travaux d'harmonisation de l'encadrement des valeurs mobilières avec les autres provinces dans le cadre des travaux du Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières, sans pour autant perdre de vue les besoins des participants locaux qui peuvent être régis par des règles équivalentes, mais adaptées à leurs besoins lorsque nécessaire.

Le débat constitutionnel

PROPOSITION 2

- Il est proposé de réaffirmer par tous les moyens appropriés la compétence du Québec relativement au secteur des valeurs mobilières, et sa volonté de travailler avec tous ses partenaires, y compris le gouvernement fédéral, à l'amélioration de l'encadrement du secteur financier dans le respect des compétences de chacun.

PROPOSITION 3

- Le commentaire de la Cour suprême concernant un rôle pour le gouvernement fédéral en matière de gestion du risque systémique ne peut pas servir de justification à une intervention du gouvernement fédéral dans l'encadrement au jour le jour des valeurs mobilières au Canada. Il est proposé qu'à l'occasion du dépôt du projet de loi fédéral annoncé visant à régir les valeurs mobilières, la Cour d'appel du Québec soit saisie d'un renvoi pour se prononcer sur sa validité.

*Finances
et Economie*

Québec

